

24 年电解铝产量大幅增长，绿色铝长期价值可期

2025 年 03 月 30 日

► **事件：公司发布 2024 年年报：**2024 年公司实现归母净利润 44.12 亿元，同比+11.52%；扣非归母净利润 42.58 亿元，同比+8.34%。单季度看，2024Q4 归母净利 5.92 亿元，同比-59.21%，环比-54.52%；扣非归母净利 5.76 亿元，同比-60.45%，环比-55.51%。

► **2024 年电解铝产量大幅增长。**量：2024 年原铝产量 293.83 万吨，同比+53.8 万吨，主要是 2024 年限产较少导致；氧化铝产量 140.88 万吨，同比-2 万吨。**2025 年，公司生产经营目标：**氧化铝产量 141 万吨，电解铝产量 301 万吨。**价：**2024 年铝价 19922 元/吨，同比+1222 元/吨，氧化铝价格 4034 元/吨，同比+1134 元/吨，预焙阳极均价 4389 元/吨，同比-1478 元/吨。虽然铝价上涨，但由于氧化铝价格强势，公司单吨盈利略下滑，测算 2024 年公司吨铝毛利 2453 元，同比-348 元/吨。

► **2024Q4 业绩：氧化铝上涨侵蚀利润，归母净利同环比均下滑。**量：24Q4 电解铝产量 79 万吨，环比略下降；氧化铝 33.6 万吨，环比-1.5 万吨。**价：**24Q4 市场铝价环比+973 元/吨；预焙阳极均价环比-21 元/吨，氧化铝价环比+1397 元/吨。测算公司电解铝 24Q4 税前利润环比-1254 元/吨，至 896 元/吨（包含上游氧化铝和预焙阳极利润）。公司 24Q4 计提 3.27 亿元减值，将减值还原回去后，24Q4 实际实现单吨税前利润约 1310 元/吨。**24Q4 业绩环比来看，**主要增利项：所得税（+2.22 亿），少数股东损益（+0.76 亿元），其他/投资收益（+0.37 亿元），公允价值变动（+0.04 亿元）。主要减利项：毛利（-5.09 亿元），减值损失等（-3.27 亿元），费用和税金（-2.10 亿元）。

► **分红预案：**每 10 股现金分红 1.8 元（含税），叠加中期分红，公司 2024 年累计现金分红 14.22 亿元，分红比例 32.33%。

► **未来看点：**

1) 资产负债表优化，业绩充分释放。随着盈利改善以及资本扩张结束，公司资产负债表、利润表、现金流量表优化明显，2021 年公司计提减值充分，2022-2024 年业绩释放，证明了公司未来可以轻装上阵，公司未来业绩将充分释放。

2) 双碳“目标下，绿色铝价值凸显。欧洲确立征收进口商品碳关税，国内“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，绿色铝价值前景广阔。

3) 公司业绩弹性大。公司电解铝产能 305 万吨，2025 年规划产量 301 万吨，相对较低的成本以及高产能，公司业绩弹性大。

► **投资建议：**公司电解铝权益产能大，业绩弹性高，绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 80.80 亿元、90.71 亿元和 99.77 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电解铝需求不及预期，云南限产超预期，电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

17.37 元

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.云铝股份 (000807.SZ) 2024 年三季度报点评：Q3 电解铝增量明显，绿色铝凸显长期价值-2024/10/28

2.云铝股份 (000807.SZ) 2024 年半年报点评：量价齐升驱动业绩改善，绿色铝长期价值可期-2024/09/02

3.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年年报点评：产量回升驱动 Q4 业绩超预期，绿色铝长期价值可期-2024/03/29

4.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年三季度报点评：电解铝量价齐升，启槽成本拖累 Q3 业绩-2023/10/29

5.云铝股份 (000807.SZ) 2023 年半年报点评：成本上升拖累 Q2 业绩，期待 Q3 量利齐升-2023/08/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	54,450	58,921	61,086	62,525
增长率 (%)	27.6	8.2	3.7	2.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,412	8,080	9,071	9,977
增长率 (%)	11.5	83.2	12.3	10.0
每股收益 (元)	1.27	2.33	2.62	2.88
PE	14	7	7	6
PB	2.1	1.8	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价）

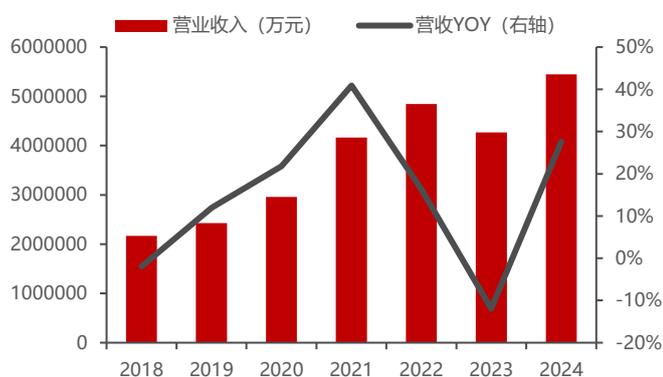
目录

1 事件：公司发布 2024 年年报	3
2 2024 年业绩：电解铝量价齐升驱动业绩大增	4
3 2024Q4 业绩：归母净利润同比环比均下滑	7
4 业绩弹性大，绿电铝凸显长期价值	9
4.1 2025 年公司规划电解铝产量 301 万吨	9
4.2 碳交易方兴未艾，绿色铝价值长期价值可期	10
5 盈利预测与投资建议	12
6 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2024 年年报

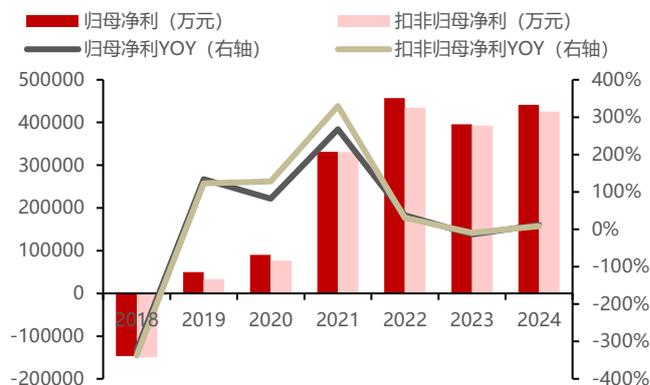
公司发布 2024 年年报：2024 年，公司实现归母净利润 44.12 亿元，同比 +11.52%；扣非归母净利润 42.58 亿元，同比+8.34%。单季度看，2024Q4 归母净利润 5.92 亿元，同比-59.21%，环比-54.52%；扣非归母净利润 5.76 亿元，同比-60.45%，环比-55.51%。

图1：2024 年，公司营业收入 544.5 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024 年，公司归母净利润 44.12 亿元



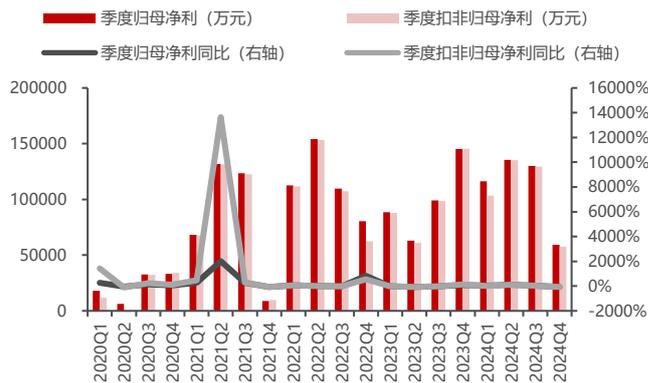
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q4，公司营收同比+18.26%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q4，公司归母净利润同比-59.21%



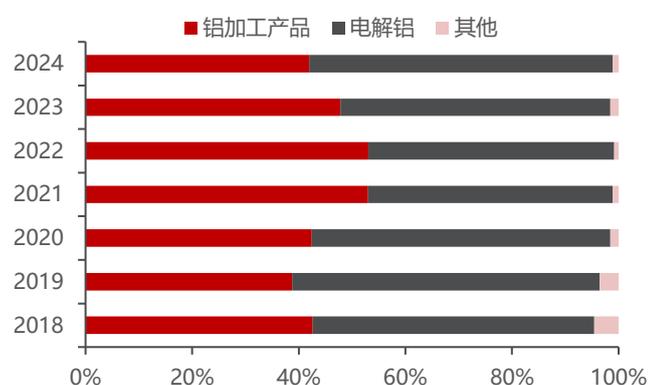
资料来源：wind，民生证券研究院

2 2024 年业绩：电解铝量价齐升驱动业绩大增

营收方面，受电解铝产量上升及铝价走强影响，2024 年公司电解铝营收 309.75 亿元，同比+43.43%，占总营收 56.89%；铝加工产品营收 228.42 亿元，同比+11.93%，占总营收比 41.95%；其他产品营收 6.33 亿元，同比-4.82%，占营收比重 1.16%。

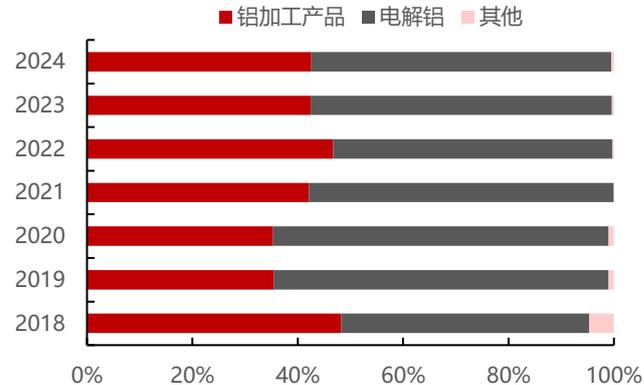
毛利方面，公司电解铝贡献毛利 41.01 亿元，同比+6.41%，占总毛利比 56.91%；铝加工产品贡献毛利 30.67 亿元，同比+7.02%，占总毛利比 42.55%；其他产品贡献毛利 0.38 亿元，同比-48.43%，毛利占比 0.53%。

图5：2024 年，公司产品营收分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024 年，公司产品毛利分布

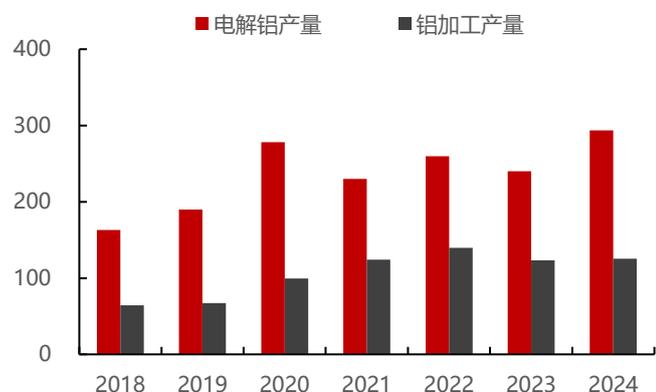


资料来源：wind，民生证券研究院

量：2024 年原铝产量 293.83 万吨，同比+53.8 万吨，主要是 2024 年限产较少导致；氧化铝产量 140.88 万吨，同比-2 万吨。单季度看，24Q4 电解铝产量 79 万吨，环比略下降；氧化铝 33.6 万吨，环比-1.5 万吨。

价：2024 年铝价 19922 元/吨，同比+1222 元/吨，氧化铝价格 4034 元/吨，同比+1134 元/吨，预焙阳极均价 4389 元/吨，同比-1478 元/吨。虽然铝价上涨，但由于氧化铝价格强势，公司单吨盈利略下滑，测算 2024 年公司吨铝毛利 2453 元，同比-348 元/吨。

图7：2024 年，公司主要产品产量（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2024 年，公司吨铝毛利同比下滑 348 元/吨（单位：元/吨）



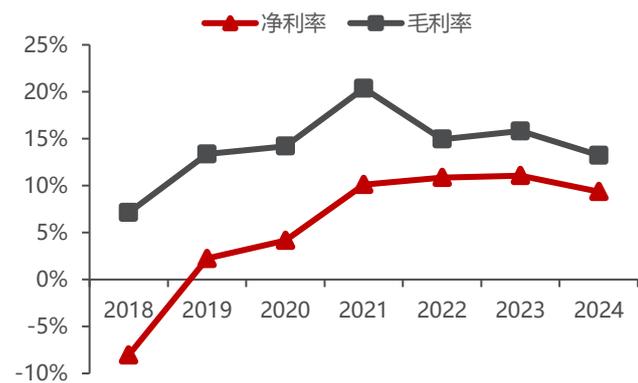
资料来源：wind，民生证券研究院

备注：由于铝加工盈利较低，我们测算吨铝毛利=（铝加工毛利+铝锭毛利）/铝锭产量

三费费率同比下降 0.33pct, 毛利率、净利率分别下滑 2.58pct 和 1.70pct。

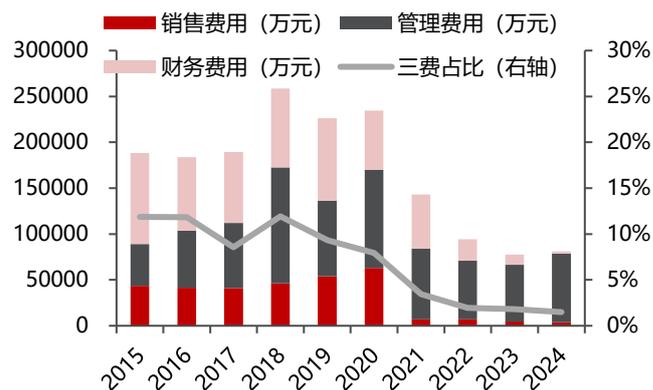
公司 2024 年三费费用 8.1 亿元，同比上升 4.43%，三费费率 1.49%，同比减少 0.33pct，其中财务费用 0.23 亿元，同比下降 79.09%，主要因为借款费用减少等所致。公司毛利率、净利率为 13.23% 和 9.36%，同比分别下滑 2.58pct 和 1.70pct。

图9：2024 年，公司净利率同比下降 1.70pct



资料来源：wind，民生证券研究院

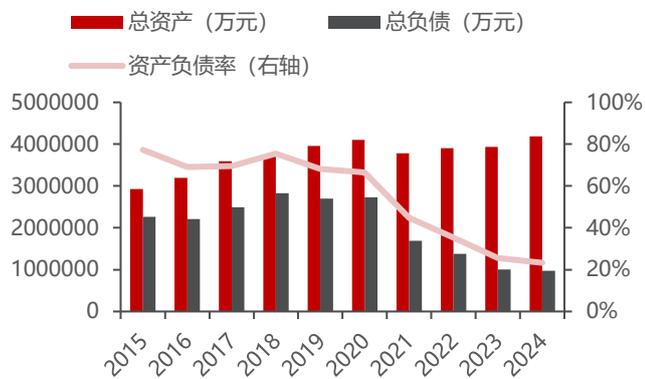
图10：2024 年，公司三费费率同比下降 0.33pct



资料来源：wind，民生证券研究院

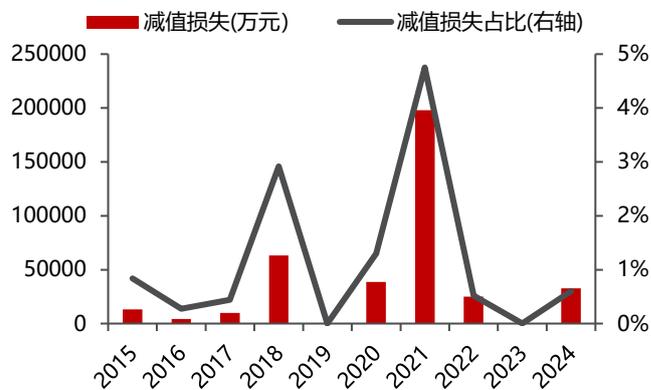
资产负债表进一步优化。2024 年末公司短期借款降至 0，长期借款降至 23.65 亿元，2024 年公司资产负债率低至 23.28%，同比下降 2.32pct。2024 年公司减值损失 3.27 亿元，主要在四季度体现，减值主要是文山铝业旗下西畴矿业分公司提供洗选服务的资产计提相关资产减值。

图11: 2024年, 公司资产负债率同比下降 2.32pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2024年, 公司资产减值 3.27 亿元

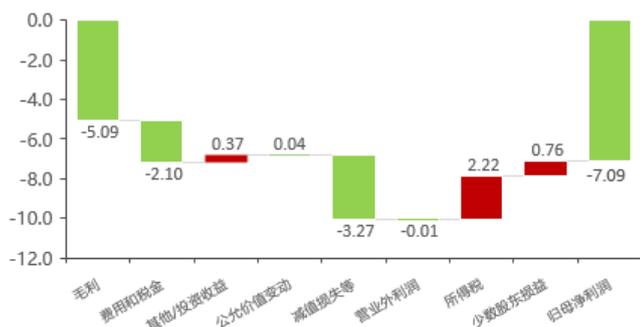


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 2024Q4 业绩：归母净利润同比环比均下滑

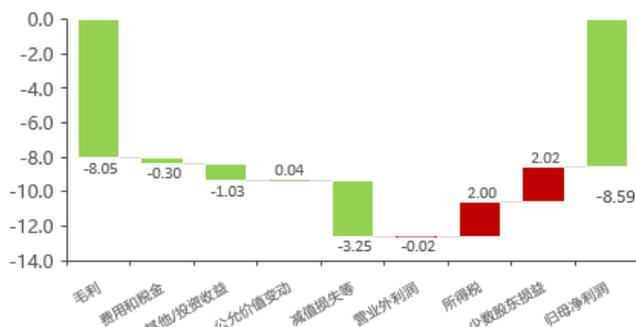
2024Q4，公司归母净利润同比环比均下滑。环比来看，主要增利项：所得税 (+2.22 亿)，少数股东损益 (+0.76 亿元)，其他/投资收益 (+0.37 亿元)，公允价值变动 (+0.04 亿元)。主要减利项：毛利 (-5.09 亿元)，减值损失等 (-3.27 亿元)，费用和税金 (-2.10 亿元)。同比来看，主要增利项：少数股东损益 (+2.02 亿元)，所得税 (+2.00 亿元)，公允价值变动 (+0.04 亿元)。主要减利项：毛利 (-8.05 亿元)，减值损失 (-3.25 亿元)，其他/投资收益 (-1.03 亿元)，费用和税金 (-0.30 亿元)。

图13：2024Q4，公司归母净利润环比下滑 7.09 亿元 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

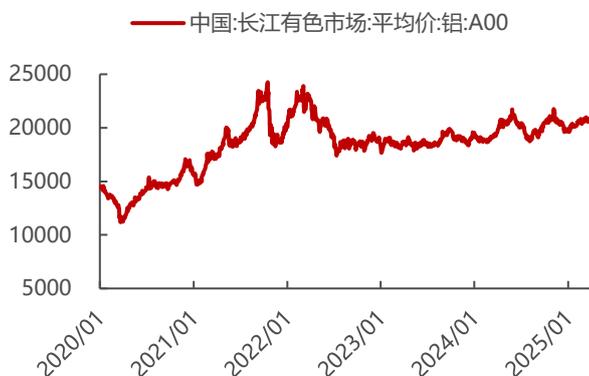
图14：2024Q4，公司归母净利润同比下滑 8.59 亿元 (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

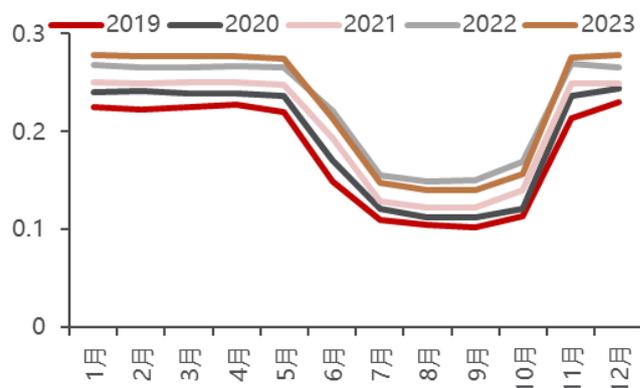
24Q4 电解铝产量环比略下降，氧化铝大涨侵蚀公司毛利。量：24Q4 公司电解铝产量 79.03 万吨，环比略-0.7 万吨；氧化铝 33.56 万吨，环比-1.46 万吨。
 价：24Q4 市场铝价环比+973 元/吨；预焙阳极均价环比-21 元/吨，氧化铝价环比+1397 元/吨。测算公司电解铝 24Q4 税前利润环比-1254 元/吨，至 896 元/吨（包含上游氧化铝和预焙阳极利润）。

图15: 2024Q4 铝均价环比上涨 973 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 云南省电力交易基准价情况 (单位: 元/KWh)

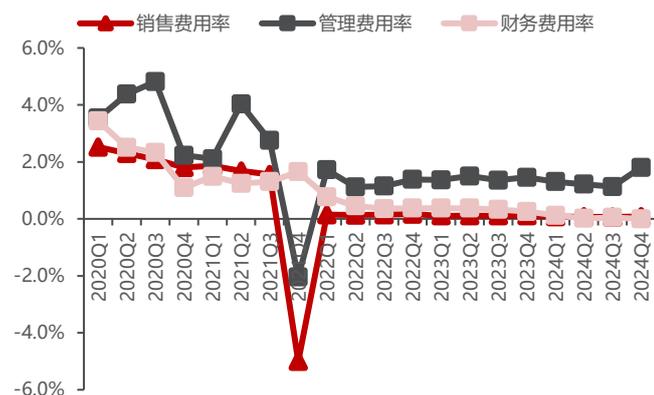


资料来源: 昆明市电力交易中心, 民生证券研究院

2024Q4 三费率环比上升 0.63pct。2024Q4 三费费用率小幅提升, 其中公司销售费用率环比上升 0.01pct, 管理费用率环比上升 0.67pct。

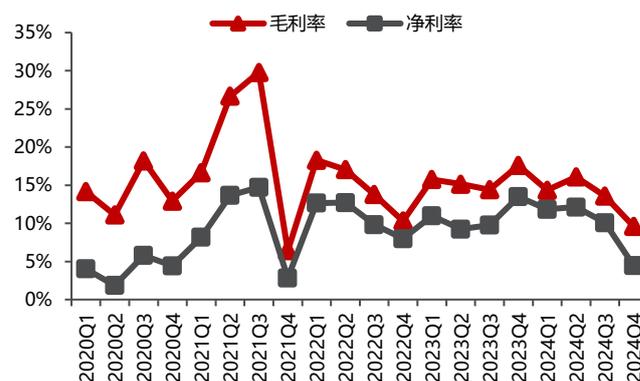
2024Q4 毛利率环比下滑 3.98pct, 同比下滑 7.99pct。2024Q4 公司毛利率、净利率为 9.60%和 4.45%, 环比分别下滑 3.98pct、5.62pct。

图17: 2024Q4, 三费率环比上升 50.78pct



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2024Q4, 净利率环比下滑 55.81pct



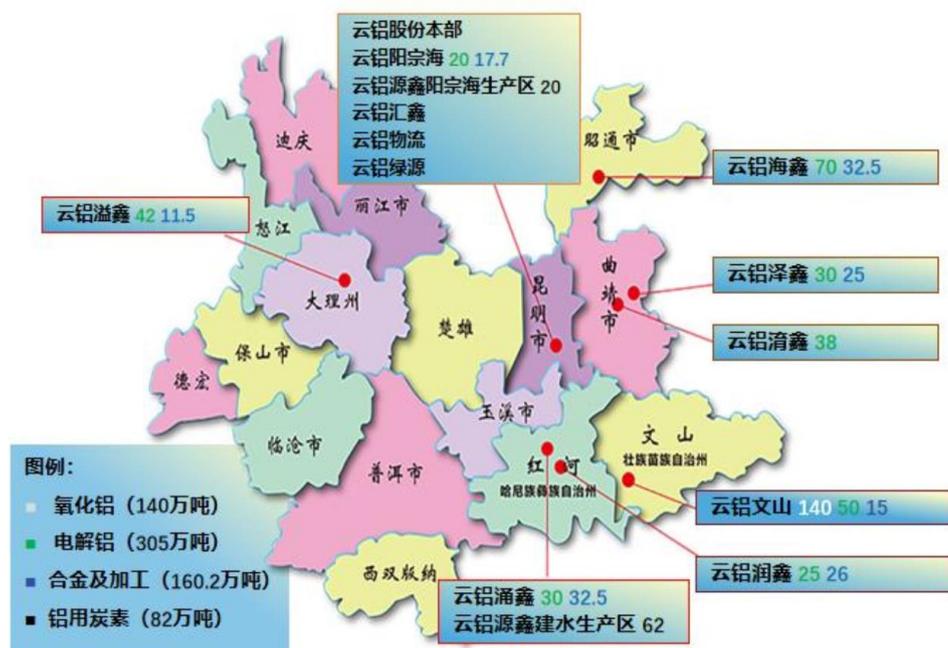
资料来源: wind, 民生证券研究院

4 业绩弹性大，绿电铝凸显长期价值

4.1 2025 年公司规划电解铝产量 301 万吨

一体化布局，氧化铝采购具有优势。公司已形成氧化铝 140 万吨，绿色铝 305 万吨，铝合金及铝加工产品 160 万吨，炭素制品 82 万吨的产能规模，按去年公司 293.83 万吨电解铝，140.88 万吨氧化铝产量测算，公司氧化铝自给率约 25%。云南临近广西，广西铝土矿资源丰富，并且广西海岸线长，未来进口铝土矿也较为便利，公司氧化铝采购具有优势。

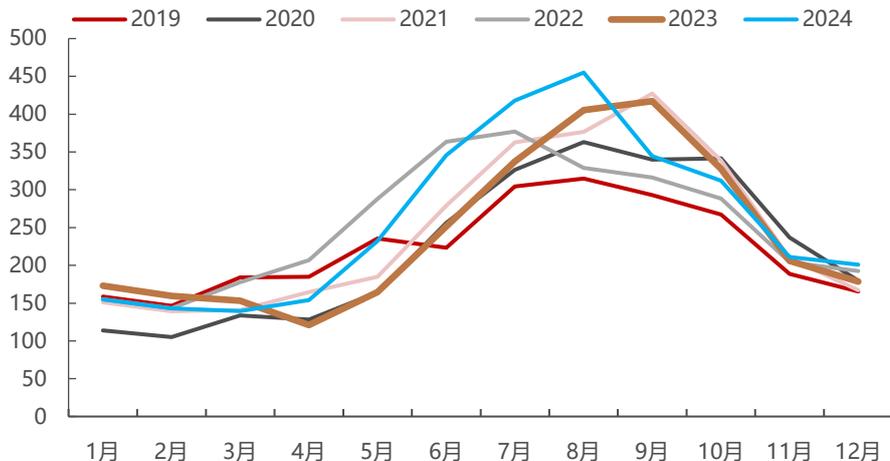
图19：公司产业链布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2025 年公司规划电解铝产量 301 万吨，氧化铝产量 141 万吨。我国水电站来水季节性明显，发电量变动较大，每年 6-9 月是丰水期，5 月、10 月是平水期，11 月到次年 4 月是枯水期，枯水期发电量不到丰水期的 60%，电力供应下降明显。24 年下半年云南电力供应充足，公司在枯水期没有限产，公司规划电解铝产量 301 万吨，氧化铝产量 141 万吨。

图20: 云南省水电发电量 (单位: 亿 KWh)



资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 碳交易方兴未艾, 绿色铝价值长期价值可期

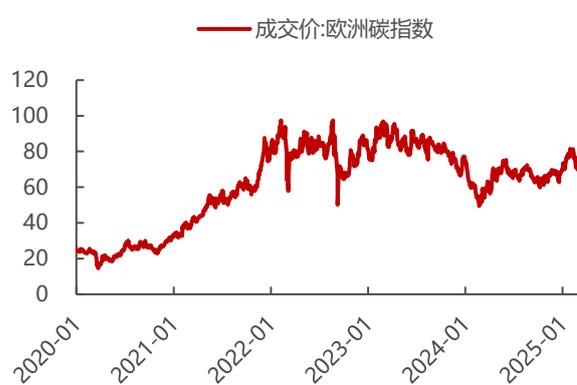
国内碳交易方兴未艾。国内碳交易参考欧洲市场, 政府确定配额总量, 由市场交易形成碳价。2021 年全国性碳交易开启, 碳价开始逐步上行, 目前碳价基本位于 90 元/吨以上, 碳排放权的稀缺性逐步体现, 随着电解铝等高耗能行业的纳入, 碳价或将进一步上行。

图21: 上海碳排放交易价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 欧洲碳交易价格 (单位: 欧元/吨)

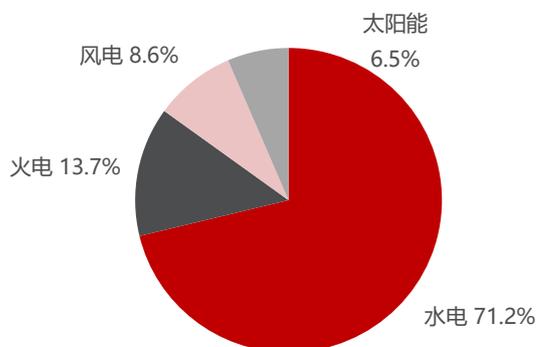


资料来源: wind, 民生证券研究院

云南可再生能源占比高, 公司绿电价值空间巨大。2023 年云南电源结构中, 水电占比高达 74.2%, 风光等新能源发电占比 9.4%, 可再生能源占比高达 83.6%, 电解铝碳排放量较低, 绿色铝特征明显。“双碳”背景下, 未来随着电解铝行业纳

入破交易，云南绿色铝优势将会凸显。

图23：2024年云南发电结构



资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

盈利预测与评级：公司电解铝权益产能大，业绩弹性高，绿色铝未来价值潜力大，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 80.80 亿元、90.71 亿元和 99.77 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) **电解铝下游需求不及预期。**公司业绩受铝价影响较大，电解铝需求走弱的话，导致价格下降，将对公司盈利产生影响。

2) **云南限产超预期。**云南枯水期电力供应不足，加上高耗能行业扩张较为明显，枯水期缺电问题突出，公司限产比例可能超预期。

3) **电解铝行业纳入碳交易进展不及预期。**“双碳”背景下，电解铝行业纳入碳交易势在必行，但受限于经济发展，进展可能会非常缓慢。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	54,450	58,921	61,086	62,525
营业成本	47,244	46,717	47,388	47,473
营业税金及附加	385	412	428	438
销售费用	39	47	49	50
管理费用	749	766	794	813
研发费用	227	177	183	188
EBIT	6,076	10,802	12,245	13,564
财务费用	23	-19	-33	-69
资产减值损失	-327	-100	-80	-20
投资收益	-5	-12	-12	-19
营业利润	5,968	11,181	12,552	13,970
营业外收支	4	3	3	3
利润总额	5,972	11,184	12,555	13,973
所得税	873	1,678	1,883	2,096
净利润	5,099	9,506	10,672	11,877
归属于母公司净利润	4,412	8,080	9,071	9,977
EBITDA	7,885	12,620	14,091	15,444

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,277	12,767	21,344	31,102
应收账款及票据	344	412	418	445
预付款项	84	108	105	103
存货	5,320	5,376	5,583	5,593
其他流动资产	2,406	2,505	2,519	2,529
流动资产合计	14,432	21,167	29,969	39,773
长期股权投资	469	473	469	466
固定资产	21,730	21,126	20,339	19,489
无形资产	2,674	2,658	2,632	2,607
非流动资产合计	27,469	26,656	25,723	24,760
资产合计	41,902	47,824	55,693	64,532
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5,256	4,224	4,284	4,292
其他流动负债	1,858	2,287	2,271	2,281
流动负债合计	7,114	6,511	6,556	6,573
长期借款	2,365	1,365	865	565
其他长期负债	275	275	275	275
非流动负债合计	2,640	1,640	1,140	840
负债合计	9,754	8,151	7,696	7,413
股本	3,468	3,468	3,468	3,468
少数股东权益	3,827	5,253	6,854	8,754
股东权益合计	32,147	39,673	47,997	57,120
负债和股东权益合计	41,902	47,824	55,693	64,532

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.61	8.21	3.67	2.36
EBIT 增长率	6.06	77.77	13.36	10.78
净利润增长率	11.52	83.15	12.27	9.98
盈利能力 (%)				
毛利率	13.23	20.71	22.42	24.07
净利润率	9.36	16.13	17.47	19.00
总资产收益率 ROA	10.53	16.90	16.29	15.46
净资产收益率 ROE	15.58	23.48	22.05	20.63
偿债能力				
流动比率	2.03	3.25	4.57	6.05
速动比率	1.27	2.41	3.70	5.18
现金比率	0.88	1.96	3.26	4.73
资产负债率 (%)	23.28	17.04	13.82	11.49
经营效率				
应收账款周转天数	2.31	2.55	2.50	2.60
存货周转天数	41.10	42.00	43.00	43.00
总资产周转率	1.30	1.23	1.10	0.97
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	2.33	2.62	2.88
每股净资产	8.17	9.93	11.86	13.95
每股经营现金流	2.00	3.04	3.58	3.96
每股股利	0.41	0.60	0.70	0.80
估值分析				
PE	14	7	7	6
PB	2.1	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	7.22	3.92	2.86	1.96
股息收益率 (%)	2.36	3.45	4.03	4.61

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,099	9,506	10,672	11,877
折旧和摊销	1,808	1,818	1,846	1,879
营运资金变动	-202	-848	-181	-28
经营活动现金流	6,947	10,551	12,417	13,734
资本开支	-357	-913	-853	-854
投资	-1,987	29	4	3
投资活动现金流	-2,341	-896	-861	-869
股权募资	80	0	0	0
债务募资	-1,502	-1,000	-500	-300
筹资活动现金流	-3,552	-3,165	-2,978	-3,107
现金净流量	1,055	6,490	8,577	9,758

插图目录

图 1: 2024 年, 公司营业收入 544.5 亿元.....	3
图 2: 2024 年, 公司归母净利润 44.12 亿元.....	3
图 3: 2024Q4, 公司营收同比+18.26%.....	3
图 4: 2024Q4, 公司归母净利润同比-59.21%.....	3
图 5: 2024 年, 公司产品营收分布.....	4
图 6: 2024 年, 公司产品毛利分布.....	4
图 7: 2024 年, 公司主要产品产量 (单位: 万吨).....	5
图 8: 2024 年, 公司吨铝毛利同比下滑 348 元/吨 (单位: 元/吨).....	5
图 9: 2024 年, 公司净利率同比下降 1.70pct.....	5
图 10: 2024 年, 公司三费费率同比下降 0.33pct.....	5
图 11: 2024 年, 公司资产负债率同比下降 2.32pct.....	6
图 12: 2024 年, 公司资产减值 3.27 亿元.....	6
图 13: 2024Q4, 公司归母净利润环比下滑 7.09 亿元 (单位: 亿元).....	7
图 14: 2024Q4, 公司归母净利润同比下滑 8.59 亿元 (单位: 亿元).....	7
图 15: 2024Q4 铝均价环比上涨 973 元/吨 (单位: 元/吨).....	8
图 16: 云南省电力交易基准价情况 (单位: 元/KWh).....	8
图 17: 2024Q4, 三费费率环比上升 50.78pct.....	8
图 18: 2024Q4, 净利率环比下滑 55.81pct.....	8
图 19: 公司产业链布局.....	9
图 20: 云南省水电发电量 (单位: 亿 KWh).....	10
图 21: 上海碳排放交易价格 (单位: 元/吨).....	10
图 22: 欧洲碳交易价格 (单位: 欧元/吨).....	10
图 23: 2024 年云南发电结构.....	11

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
公司财务报表数据预测汇总.....	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048